



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2010

Market impact of orderly sovereign default

Alexander, Kern

Other titles: Die Auswirkungen eines (geordneten) Staatsinsolvenzverfahrens auf den Markt

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-47038>

Book Section

Originally published at:

Alexander, Kern (2010). Market impact of orderly sovereign default. In: European Parliament Policy Department. Euro area governance: ideas for crisis management reform. Brussels, Belgium: European Parliament, Policy Department, 79-98.

3.1 DIE AUSWIRKUNGEN EINES (GEORDNETEN) STAATSI NSOLVENZVERFAHRENS AUF DEN MARKT

von Kern Alexander

Professor an der Universität Cambridge und der Universität Zürich

Mitglied im Monetary Experts Panel des Ausschusses für Wirtschaft und Währung (ECON) seit 2009

Inhalt

Die Finanzkrise hat in Europa einen Konjunkturerinbruch ausgelöst, der für viele Staaten im Euroraum mit weiteren Verschuldungsproblemen verbunden ist. Durch die griechische Staatsverschuldungskrise sind wichtige Fragen im Hinblick auf die Angemessenheit des europäischen Staatsinsolvenz- und Umschuldungsverfahrens aufgeworfen worden. Der vorliegende Beitrag untersucht daher die Auswirkungen von geordneten Staatsinsolvenzverfahren auf den Markt und beschäftigt sich mit der Frage, welche Art von geordneten Insolvenzverfahren von der EU vorgesehen werden sollten, um den Umschuldungsprozess effizienter zu gestalten. Der Autor plädiert für einen dezentralisierten Ansatz für die Umstrukturierung öffentlicher Schulden auf der Grundlage von Umschuldungsklauseln (so genannter collective action clauses), der die Verhandlungen zwischen Gläubigern und Staaten erleichtert, dem einheitliche EU-Prinzipien und Leitlinien zugrunde liegen und der von einer europäischen Agentur im Bereich der Staatsverschuldung umgesetzt wird.

1. Zusammenfassung

Die globale Finanzkrise hat in Europa einen Konjunktureenbruch ausgelöst, der für viele Staaten im Euroraum mit weiteren Verschuldungsproblemen verbunden ist. Griechenland wurde aufgrund seiner finanziellen Miswirtschaft und einer unverhältnismäßig hohen Staatsverschuldung besonders stark in Mitleidenschaft gezogen, was mit der Errichtung der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität bisher beispiellose Rettungsmaßnahmen durch die Staaten des Euroraums und den IWF zur Folge hatte. Die griechische Krise macht deutlich, dass der makroökonomische Rahmen für das Krisenmanagement in der EU den Anforderungen nicht gerecht wird und es eines geordneteren Prozesses für die Umstrukturierung öffentlicher Schulden bedarf.

Derzeit verfügt Europa über keinen rechtlichen oder formellen institutionellen Rahmen für das Vorgehen bei Zahlungsunfähigkeit von Staaten bzw. der Neuordnung ihrer Schulden. In Anbetracht der Krise Griechenlands und der zunehmenden Staatsverschuldungsprobleme anderer EU-Staaten stellt sich sogar die Frage, ob die Entscheidungsträger in der EU einen EU-weit geltenden formalen institutionellen Prozess zur Unterstützung einer geordneteren Umstrukturierung staatlicher Schulden einrichten sollten. Im vorliegenden Beitrag wird eine Reihe von sich daraus ableitenden Fragen analysiert, so die Frage, wie ein solcher Prozess funktionieren könnte, ohne die Marktdisziplin zu unterminieren, welche Befugnisse gegebenenfalls zur Überwachung entsprechender Umschuldungen an die Organe der EU übertragen werden sollten und ob sich ein solches Vorgehen im Einklang mit den EU-Verträgen befindet. Ferner wird untersucht, von welchen Grundsätzen sich Verantwortlichen in der Politik bei der Erarbeitung eines solchen institutionellen Rahmens leiten lassen sollten und ob dies dazu beitragen könnte, dass verschuldeten Ländern der für sie schädliche Verlust des Vertrauens von Anlegern und eine Destabilisierung des Marktes erspart bleiben.

Zu diesem Zweck wurden in der vorliegenden Arbeit zwei wichtige Bereiche untersucht:

- 1) die Auswirkungen eines geordneten Staatsinsolvenz- oder Umschuldungsverfahrens auf den Markt und die Wirksamkeit der neu geschaffenen Europäischen Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) sowie
- 2) die Art von geordneten Vorkehrungen im Falle der Staatsinsolvenz, die die EU für Mitgliedstaaten mit Liquiditäts- und Solvenzproblemen vorsehen sollte.

Zur Beantwortung der ersten Frage werden der Vorschlag für einen Europäischen Währungsfonds und die operationelle Struktur der EFSF untersucht. Damit soll der Gefahr einer ungeordneten Insolvenz vorgebeugt werden, die die größte Gefahr darstellt, die von Ländern in einer finanziellen Krise für die Finanzstabilität des Euroraums ausgeht. Obwohl die Einrichtung der EFSF an den europäischen Finanzmärkten für eine gewisse Stabilität und einen geringeren Risikoaufschlag für Staatsanleihen von Griechenland und anderen gefährdeten Ländern des Euroraums gesorgt hat, ist sie nur als kurzfristige Maßnahme gedacht, mit der das Vertrauen der Anleger in die öffentliche Verschuldung des Euroraums wiederhergestellt werden soll.

Ferner werden die Ergebnisse der unlängst vom Ausschuss der europäischen Bankenaufsichtsbehörden (CEBS) durchgeführten Stresstests europäischer Banken analysiert. Diese Stresstests zeigen, dass 84 der 91 EU-Banken über eine gute Eigenkapitalausstattung verfügen und zudem nicht übermäßig in staatliche Schuldtitel investiert haben.⁴⁵ Es ist sogar so, dass die öffentliche Hand in der EU ihre Schulden größtenteils bei institutionellen Anlegern außerhalb des Bankensektors aufgenommen hat, bei denen es sich sowohl um regulierte als auch nicht regulierte alternative Investmentfonds handelt, das bedeutet, dass ein Staatsbankrott wahrscheinlich keine EU-Bankenkrise auslösen würde, weil die Banken relativ wenig staatliche Schuldtitel halten; vielmehr würden Rentenfonds, Versicherungsgesellschaften und Hedge Fonds schwere Verluste erleiden, während eine systemische Finanzkrise eher unwahrscheinlich ist. In diesem Kapitel wird der Schluss gezogen, dass die wahren Risiken der meisten Staaten daher rühren, dass sie die Bilanzrisiken ihres Bankensektors übernehmen, die diese während der starken Wachstumsphase vor der Kreditkrise eingegangen waren und die jetzt das Überleben der Staatsfinanzen einiger EU-Staaten gefährden.

Im zweiten Bereich werden die Schwächen des derzeitigen institutionellen Rahmens für den Umgang mit der Zahlungsunfähigkeit von Ländern untersucht und einige Grundsätze und Leitlinien zur Reformierung der Umschuldung nach einem Staatsbankrott vorgestellt. Es wird für einen dezentralisierten Ansatz der Umschuldung bei Zahlungsunfähigkeit der öffentlichen Hand plädiert, der auf Umschuldungsklauseln (collective action clauses (CAC)) setzt, um Verhandlungen zu erleichtern und Gläubigerforderungen umzustrukturieren, wenn ein Staat in finanzielle Schwierigkeiten gerät. Der europäische Gesetzgeber sollte die Grundsätze und Leitlinien für die Anwendung von Umschuldungsklauseln harmonisieren, wobei den Beteiligten ein gewisser Spielraum in Bezug auf bestimmte Rückzahlungsbedingungen im Rahmen der Umschuldungsklauseln und einige der Parameter des Umschuldungsprozesses eingeräumt werden sollte. **(3.1)** Ferner sollten die Organe der EU eine Agentur für die Verwaltung von Staatsschulden einrichten **(3.2)**, die die Anwendung der europäischen Grundsätze und Leitlinien auf Schuldenverhandlungen und die Vertragsgestaltung der Mitgliedstaaten überwachen und Daten über die Märkte für Staatsanleihen für Marktteilnehmer und Staaten bereitstellen würde. Diese EU-Agentur könnte ferner über einen europäischen Finanzstabilitätsfonds verfügen, der eingerichtet werden würde, um Staaten, die sich in finanzieller Notlage befinden, mit Liquidität zu versorgen, wenn die fraglichen Staaten die dafür vorgesehenen Bedingungen erfüllen. Finanziert würde der Fonds über eine kleine Transaktionssteuer auf den Handel mit Staatsanleihen und Derivaten. **(3.2)**

⁴⁵ Siehe Erläuterungen in Kapitel 2.

2. Die griechische Krise und das Problem der Staatsverschuldung

Die griechische Krise

Die aus der Verschuldungskrise des griechischen Staates resultierenden Probleme werfen wichtige Fragen in Bezug darauf auf, wie die EU und die Institutionen des Euroraums Mitgliedstaaten unterstützen sollen, die Liquiditäts- und/oder Solvenzprobleme haben. Die EU verfügt über keine fiskalpolitische Dimension, um Staaten, die sich in finanziellen Schwierigkeiten befinden, in einer Krisensituation zu helfen. Gemäß Artikel 125 des Vertrags von Lissabon (AEUV) ist es den Organen der EU sogar verboten, in finanzielle Schwierigkeiten geratenen EU-Staaten aus der Klemme zu helfen.⁴⁶ Mit seinem Aufruf zur politischen und finanziellen Solidarität mit in gravierende Schwierigkeiten geratenen Mitgliedstaaten schafft Artikel 122 jedoch die Rechtsgrundlage für den Beistand der Organe und der Mitgliedstaaten der EU. Gemäß Artikel 122 Absatz 2 ist der Rat befugt, einem Mitgliedstaat den finanziellen Beistand der Union zu gewähren, wenn ein Mitgliedstaat aufgrund von Naturkatastrophen oder „außergewöhnlichen Ereignissen, die sich seiner Kontrolle entziehen“, von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht ist. Wenngleich eine sehr angespannte Haushaltslage und Finanzierungsprobleme natürlich nicht unter die für Naturkatastrophen vorgesehene Ausnahmeregelung fallen, könnten sie als ein außergewöhnliches Ereignis eingestuft werden, das sich der Kontrolle des Staates entzieht, da eine selbstverschuldete Haushaltsbeschränkung in Verbindung mit einer globalen Finanzkrise, die eine erhebliche Senkung des BIP dieses Landes bewirkt hat, ein solches außergewöhnliches Ereignis darstellt.

Auf der Grundlage der Vertragsbestimmungen könnte die EU institutionelle Reformen beschließen und damit Mitgliedstaaten, die sich in ernsten finanziellen Schwierigkeiten befinden, deren Ursachen sich teilweise ihrer Kontrolle entziehen, staatliche Garantien bieten. Die Misswirtschaft in Griechenland hat, verschärft durch den Kollaps des globalen Handels und damit das Ausbleiben von Transporteinnahmen, dazu geführt, dass der für die Finanzierung des griechischen Staatsdefizits erforderliche Verkauf von Staatsanleihen immer stärker unter Druck geriet. Da die griechischen Staatsanleihen auf Euro lauten, gehen die Anleger kein Währungsrisiko ein. Sie mussten jedoch zunehmend eine Zahlungsunfähigkeit befürchten. Darauf reagierte man in den europäischen Hauptstädten mit einer langwierigen, unschlüssigen Debatte über die Beschaffung von Mitteln für Rettungsmaßnahmen für das Land. Während der Unschlüssigkeit vage Ankündigungen folgten, nahm die Angst vor einer Insolvenz zu, sodass sich der Rettungsplan in Höhe von 120 Milliarden EUR, als er dann endlich beschlossen war, als zu schwach erwies, als dass er gegen die wachsende Welle des Pessimismus hätte etwas ausrichten können. In Verbindung mit den jüngsten Staatsverschuldungsproblemen einer Reihe von EU-Staaten wirkt die griechische Krise prägend für die notwendigen institutionellen und marktpolitischen Reformen, um die es in diesem Beitrag geht.

⁴⁶ Artikel 125 Absatz 1 AeuV schliesst die Haftung der Union und der Mitgliedstaaten für die Verbindlichkeiten eines anderen Mitgliedstaates aus.

Lehren aus der mexikanischen „Tesobono“-Krise

Das konfuse Vorgehen bei der griechischen Krise bildet einen deutlichen Kontrast zu den raschen und effektiven Maßnahmen, die die US-Regierung zur Lösung der mexikanischen Schuldenkrise im Dezember 1994 ergriffen hat, die viele Ähnlichkeiten zur griechischen Krise aufweist. Die mexikanische Regierung hatte auf US-Dollar lautende Schulden in Milliardenhöhe mit einer kurzen Laufzeit aufgenommen, als die Wirtschaft des Landes florierte. Als Mexiko 1994 in eine schwere Krise geriet, musste das Land den Peso abwerten. Das trieb den Wert seiner Staatsanleihen, der „Tesobonos“, in die Höhe. Die Inhaber der mexikanischen Tesobonos sahen sich einer komplexen Mischung aus Währungsrisiko und Insolvenzrisiko gegenüber.

Gegen Ende 1994 standen die mexikanischen Staatsfinanzen angesichts der innerhalb weniger Monate fällig werdenden 25 Milliarden USD vor dem Kollaps, zumal die Reserven der Zentralbank auf weniger als 6 Milliarden USD geschrumpft waren. Bei der Erarbeitung eines Rettungsplans erinnerten sich die US-Politiker und der IWF an die lateinamerikanische Schuldenkrise von 1982, bei der die mexikanische Regierung Kredite in Höhe von 80 Milliarden USD von großen – vor allem amerikanischen – Banken nicht bedienen konnte und eine Kettenreaktion auslöste, die sich rasch über Lateinamerika ausbreitete und etliche dieser Länder veranlasste, sich um eine Notrefinanzierung ihrer auf US-Dollar denominierten Kredite ausländischer Banken zu bemühen. Die US-Regierung griff erst mit Garantien für diese Kredite ein, als mehrere große US-Banken fast dem Zahlungsverzug zum Opfer gefallen wären, doch die zögerliche Bereitstellung von Notfallliquidität in Form von Kreditbürgschaften verschlimmerte die Krise und stürzte Lateinamerika in eine schwere Rezession, die die wirtschaftliche Entwicklung für fast ein Jahrzehnt hemmte.

Im Gegensatz dazu stellte die Clinton-Regierung während der mexikanischen Krise von 1994 mit Unterstützung des Internationalen Währungsfonds innerhalb weniger Tage ein Rettungspaket in Höhe von 50 Milliarden USD - vor allem in Form von Bürgschaften - zusammen, das die Flucht der Anleger eindämmte und das Vertrauen rasch wiederherstellte.⁴⁷ Wenngleich die Krise von 1994 nicht die Ausmaße der lateinamerikanischen Krise der Anfang der 1980er Jahre erreichte, hätte sie die Finanzstabilität in Lateinamerika und anderen Entwicklungsländern gefährden können.⁴⁸ Zudem lässt die zunehmende Integration des internationalen Handels und der Finanzmärkte vermuten, dass sich die negativen Externalitäten der finanziellen Risikobereitschaft rascher über Grenzen hinweg ausbreiten und die globale Finanzstabilität gefährden.

⁴⁷ Wie sich Alan Greenspan in seiner Autobiographie erinnert, war die Lage so, „dass die mexikanische Regierung schließlich nur einen Bruchteil des Kredits in Anspruch nahm. Kaum hatte sich der Peso stabilisiert, zahlte das Land die Schulden zurück, und USA verdienten schließlich sogar noch 500 Millionen Dollar an der Aktion.“ GREENSPAN (2007).

⁴⁸ Das nordamerikanische Freihandelsabkommen hatte für eine Liberalisierung großer Teile der grenzüberschreitenden Finanzgeschäfte und des Handels zwischen Mexiko und den USA gesorgt, was eine zunehmende Integration der beiden Volkswirtschaften zur Folge hatte, die damit den wirtschaftlichen und sozialen Problemen beider Länder ausgesetzt waren.

Hätte dagegen eine glaubwürdige Institution des Euroraums gleich zu Beginn der Krise Garantien für die griechischen Staatsanleihen bereitgestellt, angemessene fiskalpolitische Anpassungen verordnet und die Umstrukturierung der Forderungen der Anleiheinhaber erleichtert, so hätte die unmittelbare Krise vielleicht rascher und mit einem geringeren finanziellen Aufwand überwunden werden können. Stattdessen zögerten die führenden Länder des Euroraums - Deutschland und Frankreich - und ermöglichten damit eine drastische Verschärfung der griechischen Krise. Erst auf der Krisensitzung der EU-Finanzminister am 9. Mai 2010 einigten sie sich auf die Verabschiedung eines außerordentlichen Rettungspakets, mit dem sämtliche Staatsanleihen Griechenlands sowie die Anleihen anderer Mitglieder des Euroraums durch die Schaffung eines außerbilanziellen Mechanismus garantiert werden sollen, der Schuldverschreibungen im Wert von bis zu 660 Milliarden EUR (einschließlich einer IWF-Fazilität in Höhe von 250 Milliarden) an Banken und andere Investoren ausstellen sollte, die durch die Staaten des Euroraums in vollem Umfang garantiert würden. Mit diesem Rettungspaket wurden im Wesentlichen Banken und andere Gläubiger, die griechische Staatsanleihen erworben hatten, entlastet, während die Last der Anpassung fast vollständig auf die griechischen Steuerzahler und indirekt auf die Steuerzahler in allen Ländern des Euroraums verlagert wurde. Die Folge wird sein, dass das griechische Rettungspaket einen Moral-Hazard-Anreiz für die Gläubiger von EU-Staaten darstellen wird, indem es sie ermuntert, immer riskantere Kredite für die Länder des Euroraums bereitzustellen, deren Anpassungskosten vom Schuldnerstaat und indirekt von den europäischen Steuerzahlern getragen werden.

Die Konfusion und Verzögerungen bei der Erstellung der Garantien trugen zu einer weiteren Verunsicherung bei, und inzwischen ist nicht einmal mehr klar, ob die beschlossene Summe überhaupt ausreicht. Eine noch größeren Schaden verursachende Abfolge von Ereignissen ist kaum vorstellbar, dennoch steht das Schlimmste möglicherweise noch bevor. Nachdem sich die Regierungen des Euroraums nun endlich auf eine vernünftige Strategie mit Garantien geeinigt haben, planen sie eine Wiederbelebung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes. Der Euroraum befand und befindet sich noch im Würgegriff einer Defizithysterie, die alle Regierungen zu massiven Kürzungen der öffentlichen Ausgaben zwingt. Es könnte sein, dass der Weg zu einer Erholung mit höherer Arbeitslosigkeit und Insolvenz gepflastert sein wird.⁴⁹

⁴⁹ Dazu hieß es im Leitartikel der „Financial Times“ vom 15. Mai 2010:

„Wachstum ist eine Voraussetzung für Stabilität und nicht etwas, das man gegen sie eintauscht. Unterzieht man die Länder einer schmerzhaften Schuldendeflation, so trägt dies nicht zur Stabilisierung ihrer Wirtschaft, sondern lediglich zur Destabilisierung ihrer Politik bei“.

Ein Europäischer Währungsfonds

In Anbetracht der Tatsache, dass es weder einen europäischen Rahmen für die Umschuldung von Staaten noch einen Mechanismus für das Vorgehen bei Staatsinsolvenz gibt, wurde die Gründung eines Europäischen Währungsfonds angeregt, der die EU-Staaten finanziell unterstützen könnte, die dem Euro bereits beigetreten sind. Nach Ansicht der Befürworter eines EWF, wie Daniel Gros und Thomas Mayer, ist aus folgendem Grund ein Mechanismus für Staatsinsolvenzen erforderlich:

Das stärkste Verhandlungsargument eines Schuldners besteht immer darin, dass eine Insolvenz nicht in Erwägung gezogen werden kann, weil eine Insolvenz das gesamte Finanzsystem kollabieren lassen würde. Deshalb ist es entscheidend einen Mechanismus zu etablieren, der die unweigerlichen Erschütterungen minimiert, die ein Bankrott nach sich zieht. Marktdisziplin kann aber nur durchgesetzt werden, wenn eine Insolvenz auch tatsächlich möglich ist, weil ihre Kosten in Grenzen gehalten werden können.⁵⁰

Der Gedanke eines EWF basiert auf der Annahme, dass die Staatsinsolvenz dann ein gutes wirtschaftspolitisches Instrument darstellt, wenn ein Staat seine Schuldenlast nicht mehr bewältigen kann, und dass eine geordnete Insolvenz zulässig ist, weil die Kosten eingedämmt werden können.⁵¹ Das ist ein wichtiges Argument, das eine der Säulen des EWF-Vorschlags bildet. Der Vorschlag für einen EWF wird vom deutschen Finanzminister und dem Direktor des IWF unterstützt.⁵²

Der EWF-Vorschlag stellt eine wichtige Entwicklung in der Debatte über die mögliche Schaffung eines zentralisierten Mechanismus zur Unterstützung von zahlungsunfähigen Staaten in der EU dar. Der Vorschlag sieht die Verwaltung des Fonds durch die Staaten des Euroraums vor, aber er steht allen EU-Ländern offen, wenn sie die erforderlichen Voraussetzungen erfüllen. Es wurden ernste rechtliche Bedenken in Bezug darauf geäußert, ob der EWF im Rahmen der verstärkten Zusammenarbeit gemäß Artikel 326 ff AEUV eingerichtet werden kann, ob er gegen die „No-Bailout-Klausel“ von Artikel 125 AEUV verstößt und ob er die Bedingungen für die Ausnahmen gemäß Artikel 122 AEUV erfüllt.⁵³ Neben den rechtlichen Bedenken wird eingeräumt, dass die Einrichtung des vorgeschlagenen EWF eine beträchtliche Zentralisierung institutioneller EU-Befugnisse zur Bereitstellung von Garantien für in die Krise geratene Staatsschuldner in der EU darstellen würde, ohne dass es einen angemessenen marktbasierten Rahmen gäbe, der Verhandlungen zwischen Gläubigern und Staaten über die Umstrukturierung der Staatsschulden fördern oder erleichtern würde. Dennoch wird der EWF-Vorschlag von den EU-Entscheidungsträgern ernsthaft in Betracht gezogen und wird auch künftig eine wichtige Rolle in der Debatte über einen reformierten Mechanismus bei Staatsinsolvenzen in der EU spielen.

⁵⁰ Daniel Gros und Thomas Mayer, 2010, „How to Deal with the Threat of Sovereign Default in EU: Towards a Euro(pean) Monetary Fund“, Intereconomics – Forum, (2) S. 64-68.

⁵¹ Die Mechanismen des EWF-Vorschlags werden in einer Sammlung von Dokumenten, die vom Europäischen Parlament veröffentlicht wurden, analysiert, im vorliegenden Beitrag wird nicht näher darauf eingegangen. Weiterführende Analysen siehe generell Intereconomics – Forum (2) S. 64-95.

⁵² Dominique Strauss-Kahn, IMF-Direktor, Vortrag am King's College, Cambridge, Konferenz am Institute for the New Economics Teaching (INET), (10. April 2010).

⁵³ Ulrich Häde, 2010, „Legal Evaluation of a European Monetary Fund“ (2010) Intereconomics – Forum Bd. 2, S. 69-72.

3. Auswirkungen von Staatsschuldenschocks auf den Markt

EU Stresstests für EU-Banken

Der Rat der EU hatte den Ausschuss der europäischen Bankaufsichtsbehörden (CEBS) beauftragt, im Juli 2010 in Zusammenarbeit mit der Europäischen Kommission, der EZB und den nationalen Aufsichtsbehörden der EU einen zweiten EU-weiten Bankenstresstest durchzuführen.⁵⁴ Generell war mit dem Stresstest das Ziel verbunden, Informationen zur Beurteilung der Widerstandsfähigkeit des EU-Bankensystems gegenüber möglichen nachteiligen wirtschaftlichen Entwicklungen zu erlangen und zu bewerten, inwieweit einzelne EU-Banken in der Lage sind, mögliche Schocks für ihre Bilanzen, einschließlich von Risiken im Zusammenhang mit Staatsschulden, zu absorbieren.

Die EU-Aufsichtsbehörden veröffentlichten am 23. Juli 2010 die Ergebnisse der Stresstests, aus denen hervorging, dass 84 der 91 überprüften Banken in der EU weder in einem ungünstigen noch im Worst-Case-Szenario einer Finanzkrise auf zusätzliches Kapital angewiesen sind. Die Anleger reagierten positiv auf die Ergebnisse der Stresstests, die Bankaktien verzeichneten einen starken Aufwärtstrend und die Kosten für ihre Kreditausfallversicherungen im Falle der Zahlungsunfähigkeit sanken drastisch ab.⁵⁵ Ausgehend davon, dass lediglich sieben der getesteten Banken bei einem ungünstigen Szenario auf zusätzliches Kapital angewiesen wären, deuten die Ergebnisse darauf hin, dass sich die EU-Banken von der Kreditkrise erholen und den Konjunkturreinbruch unbeschadet überstehen können.⁵⁶ Es muss jedoch betont werden, dass die Ergebnisse der Stresstests keine Prognose für die Volkswirtschaften der EU und des Euroraums darstellen, sondern lediglich hypothetische Analysen („was wäre wenn“) auf der Grundlage von plausiblen, aber extremen Annahmen, deren Eintritt nicht sehr wahrscheinlich ist.

Beim hypothetischen adversen Szenario, das auch einen Staatsschuldenschock vorsieht, würden die Kapitalquoten der 91 Banken vor allem aufgrund von Wertminderungsbedingten Verlusten aus Kreditforderungen in Höhe von 472,8 Milliarden EUR über einen Zeitraum von zwei Jahren sowie Handelsverlusten in Höhe von 25,9 Milliarden EUR im gleichen Zeitraum sinken.⁵⁷ Ferner würden sich Verluste in Verbindung mit der Zahlungsunfähigkeit von einem oder mehreren Staaten über einen Zeitraum von zwei Jahren auf 67,2 Milliarden EUR belaufen, wovon 38,9 Milliarden EUR auf Bewertungsverluste von Länderexposures laut Handelsbuch entfallen würden. Die Wertminderungen im Kreditgeschäft und die Handelsverluste würden sich beim adversen Szenario einschließlich von Verlusten bei Staatsanleihen auf 565,9 Milliarden EUR belaufen.

⁵⁴ Dem Beschluss des Rates lag eine Entscheidung der Wirtschafts- und Finanzminister zugrunde, die diese auf ihrer Tagung am 2. Dezember 2009 getroffen hatten.

Siehe http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/de/ecofin/112346.pdf. Der erste EU-Bankenstresstest fand 2009 statt, und seine Ergebnisse wurden auf dem Financial Stability Table des Wirtschafts- und Finanzausschusses (EFC) des EU-Rates im September 2009 und anschließend auf der ECOFIN-Tagung im Oktober 2009 vorgelegt. Der EFC beauftragte danach den CEBS mit der Durchführung eines zweiten Stresstests im Jahre 2010, dessen Aufgabe es war, die Widerstandsfähigkeit des EU-Bankensektors gegenüber entsprechenden Schocks zu untersuchen und festzustellen, ob die einzelnen Banken in der Lage wären, das Eintreten weiterer Kredit- und Marktrisiken zu bewältigen, sowie ihre Abhängigkeit von der Unterstützung durch den öffentlichen Sektor zu ermitteln. Siehe CEBS, „Aggregate outcome of the EU wide stress test exercise coordinated by CEBS in cooperation with the ECB“ (23. Juli 2010) S. 10.

⁵⁵ Sara Schaefer Munoz und David Enrich, „Irish Banks Rattling Nerves“, Wall Street Journal (13. Aug. 2010) C2.

⁵⁶ Boughey, Simon, 2010, „Stress tests bring renewed optimism to bank credits“, „The Financial News“, (2. Aug. 2010) S. 27.

⁵⁷ See CEBS, above n. 54.

Beim adversen Szenario einschließlich eines Staatsschuldenschocks waren die Auswirkungen auf das Kapitalniveau der Banken nicht problematisch. Zur Veranschaulichung enthält Anhang A eine Stichprobe von großen Banken in sechs repräsentativen EU-Ländern, aus der die Auswirkungen von Kreditwertminderungen, Handelsverlusten und Staatsschuldenschocks auf die Bankbilanzen hervorgehen. Eine wichtige Erkenntnis dieser Analyse besteht darin, dass der Rückgang des Kapitalniveaus der Banken bei einem Staatsschuldenschock relativ gering ist im Vergleich zum Rückgang aufgrund von Kreditwertminderungen und Handelsverlusten. So belief sich das regulatorische Tier-1-Kapital der Deutschen Bank bei einem normalen Szenario auf 13,2 %, doch würden bei einem adversen Stresstestszenario ohne Staatsschuldenschock die zusätzlichen Kreditwertminderungen und Handelsverluste eine Senkung des Tier-1-Kapitals auf 10,3 % bewirken. Umfasst das adverse Szenario einen Staatsschuldenschock, reduziert sich das Tier-1-Kapital um weitere 0,6 % auf 9,7 %.⁵⁸

Die Ergebnisse der Stresstests für die 91 Banken zeigen, dass Staatsschuldenschocks nicht wesentlich zur Instabilität des Bankensektors in der EU beitragen. Die 91 EU-Banken, die dem Stresstest unterzogen wurden, waren gegenüber Staatsschulden relativ gering exponiert, folglich kann davon ausgegangen werden, dass Staatsschuldenausfälle aufgrund von Zahlungsunfähigkeit oder Umschuldung keine direkte Gefahr für die Stabilität des Bankensystems darstellen würden.

Dabei darf allerdings nicht übersehen werden, dass Finanzkrisen nicht das Ergebnis der Zahlungsunfähigkeit von Banken sein müssen: im Vorfeld der Kreditkrise von 2007 wiesen die Banken eine Überkapitalisierung auf, und es war der Liquiditätsverlust am Interbankenkapitalmarkt, der den Zusammenbruch der Verbriefungsmärkte ausgelöst hat. Interbankenkapitalmärkte können auch ohne einen Bankkonkurs und ungeachtet offensichtlich günstiger Fundamentaldaten in Panik geraten. Das Verhalten von Anlegern ist bisweilen irrational und kann sich auf Ereignisse konzentrieren, die eine Krise auslösen können, die aus der Sicht eines rational denkenden Anlegers jedoch die Gesundheit des Finanzsystems nicht zu gefährden scheinen. Ein plötzlicher Einbruch des Anlegervertrauens kann darauf zurückzuführen sein, was im keynesianischen Sinne⁵⁹ nach Meinung des Durchschnittsanlegers die Meinung des Durchschnittsanlegers ist, wobei diese Reihe endlos fortgesetzt werden könnte. Hinzu kommt, dass Staatsverschuldungsprobleme die Finanzstabilität nicht nur in Form der Auswirkungen gefährden können, die das Staatsanleihe-Engagement von Banken auf die Marktstabilität hat. So hat die Übernahme von Bankforderungen und -verbindlichkeiten durch den Staat in der jüngsten Krise, die entweder durch direkte Bürgschaften für Bankverbindlichkeiten oder eine Beteiligung an Banken und/oder die Übernahme der Risiken für toxische Aktiva erfolgt ist, weitere Voraussetzungen dafür geschaffen, dass eine Instabilität des Finanzsektors und Gefährdung

⁵⁸ Für andere große, systemisch wichtige Banken in verschiedenen EU-Staaten ergab sich ein ähnliches Bild. Bei BNP Paribas belief sich das Tier-1-Kapital unter normalen Bedingungen auf 11,4 % und sank unter Stresbedingungen ohne Staatsschuldenschock auf 9,7 %. Umfassten die Stresbedingungen einen Staatsschuldenschock, reduzierte sich das Kapital der Bank lediglich um weitere 0,1 % auf 9,6 %. Die Ergebnisse für Barclays plc verweisen auf eine Tier-1-Kapitalquote von 15,8 % unter normalen Bedingungen, die bei Kreditwertminderungen und Handelsverlusten ohne Staatsschuldenschock auf 13,9 % absank. Bei einem zusätzlichen Staatsschuldenschock ging das Kapitalniveau von 13,7 % um lediglich 0,2 % auf 13,5 % zurück. Siehe Anhang A.

⁵⁹ Siehe J. M. Keynes, „The General Theory of Employment, Interest and Money“ („Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes“) [1935] (1964 Nachdruck) (Harcourt Brace: Orlando) Kap. 12, wo das Entscheidungsverhalten von Anlegern mit dem Entscheidungsverhalten bei Schönheitswettbewerben in britischen Tageszeitungen der 1930er Jahren verglichen wird, bei denen die Leser die Sieger auf der Grundlage dessen auswählten, was nach Ansicht des Durchschnittsteilnehmers die Ansicht des Durchschnittsteilnehmers ist, und nicht auf der Grundlage dessen, wer ihrer Ansicht nach die Sieger waren oder sein sollten.

von Banken den Bilanzen von Staaten ernsthaften Schaden zufügen können.⁶⁰ Das traf nicht nur auf Staaten des Euroraums zu, die in finanziellen Schwierigkeiten stecken wie Griechenland, Portugal, Spanien und Irland, sondern auch auf Staaten wie Deutschland, deren stärkeres Wirtschaftswachstum einherging mit einem drastischen Anstieg des Haushaltsdefizits, der u. a. auf die Übernahme von Verbindlichkeiten der geretteten deutschen Banken zurückzuführen ist.⁶¹

Die Europäische Finanzstabilitätsfazilität (EFSF)

Die Europäische Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) wurde am 10. Mai 2010 vom Rat gebilligt, um Staaten des Euroraums, die in finanziellen Schwierigkeiten stecken, finanziell zu unterstützen.⁶² Die Staaten des Euroraums (mit Ausnahme von Griechenland) haben 440 Milliarden EUR für den Fonds zugesagt, für den diese 15 Staaten im Einklang mit ihrem jeweiligen Anteil am Kapital der Europäischen Zentralbank bürgen.⁶³ Zur Verbesserung seiner Kreditwürdigkeit wurde der Fonds zusätzlich zu dem von jedem Teilnehmer zugesagten Betrag mit einer Barmittelreserve in Höhe von 20 % ausgestattet. Die EFSF stellt eine kurzfristige Finanzierungsmöglichkeit dar, die nach nur drei Jahren auslaufen wird, danach wird der Fonds aufgelöst, wenn er von keinem seiner Mitglieder in Anspruch genommen wurde.⁶⁴

Für die Durchführung der EFSF sind vor allem die Finanzagentur GmbH und die Europäische Investitionsbank zuständig. Die Fazilität ist eine außerbilanzielle Zweckgesellschaft, die Schuldverschreibungen an den Markt begeben wird.⁶⁵ Bevor ein Mitglied des Euroraums Unterstützung erhält, muss die Euro-Gruppe den IWF, die Europäische Kommission und die Europäische Zentralbank um eine Analyse des Antrags des entsprechenden Landes ersuchen. Der IWF und die Organe der EU können sich dann abstimmen, bevor sie eine endgültige Entscheidung treffen, mit der sie den Finanzministern des Euroraums die Befugnis erteilen, die Bereitstellung von Geldern durch die EFSF zu billigen. Daraufhin wird die Finanzagentur GmbH als Partner der EFSF in enger Zusammenarbeit mit der EIB die Schudltitel emittieren.⁶⁶

⁶⁰ Siehe Munoz und Enrich, Fußnote 55, C2, mit Angaben zum drastischen Anstieg der Risikoaufschläge für irische Staatsanleihen, der u. a. darauf zurückzuführen ist, dass der Staat die Verbindlichkeiten der größten irischen Banken übernommen hat; siehe auch Boughey, Fußnote 56, S. 27, mit Angaben zum Umfang der Verbindlichkeiten und toxischen Aktiva, die der irische Staat im Rahmen der Teilnationalisierung der größten irischen Banken übernommen hat. Die Tatsache, dass das deutsche Staatsdefizit 2010 plötzlich angestiegen ist, geht partiell auf die Übernahme der Verbindlichkeiten und toxischen Aktiva großer deutscher Banken zurück.

⁶¹ Siehe Geoffrey T. Smith, „German deficit surges despite strong growth“, WSJ, (25. Aug. 2010) S. 4. Darin wird u. a. mithilfe von Angaben des Statistischen Bundesamtes festgestellt, dass das Defizit auf eindringliche Weise veranschaulicht, wie hoch die Kosten für die Rettung einiger deutscher Banken waren, die während der Finanzkrise katastrophale Verluste eingefahren hatten.

⁶² Verordnung Nr. 9606/2010 des Rates. Siehe auch Beschluss der 16 Mitgliedstaaten der Eurozone (7. Juni 2010) (Luxemburg). Die EFSF verfügt über eine elementare Verbriefungsstruktur, allerdings ohne Tranchen. Im Gegensatz zu anderen Verbriefungen findet kein Austausch von Sicherheiten statt.

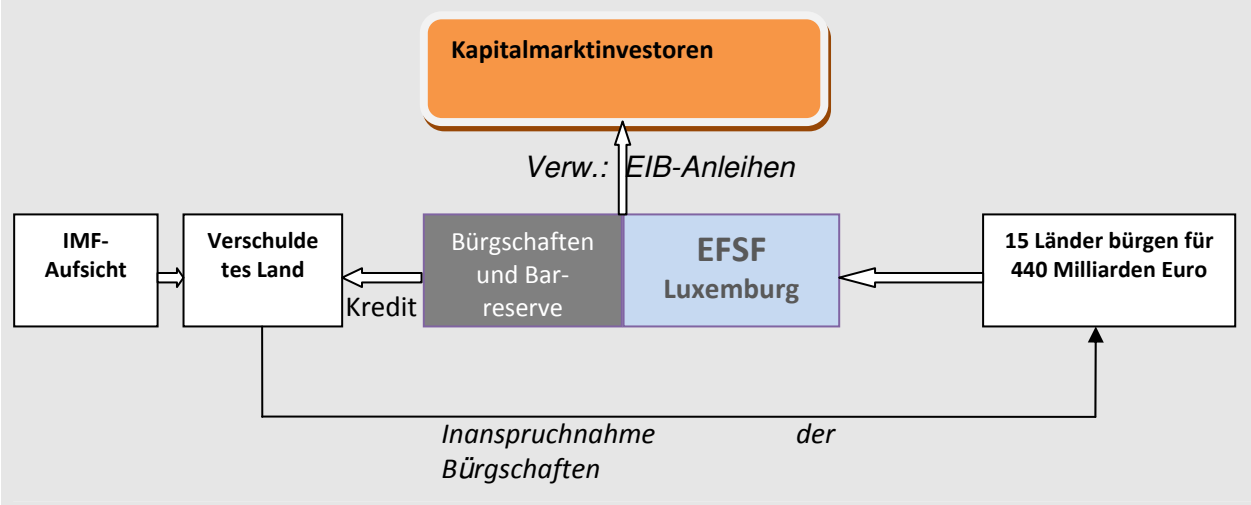
⁶³ So beläuft sich der deutsche Anteil an diesen Fonds auf 122,85 Milliarden EUR, während der französische Anteil 92,3 Milliarden EUR beträgt und der italienische Anteil 81 Milliarden EUR.

⁶⁴ Die EFSF wird in drei Jahren am 30. Juni 2013 auslaufen, sofern sie nicht von einem Staat des Euroraums in Anspruch genommen wird, da in einem solchen Fall ihre Laufzeit solange verlängert wird, bis die letzte Verbindlichkeit in vollem Umfang beglichen wurde.

⁶⁵ Noch ist unklar, ob sie ein AAA-Rating erhalten wird. Laut EFSF wäre ein AAA-Rating aufgrund der Reserve in Höhe von 20 % zusätzlich zu den von jedem Euroraumstaat zugesagten Mitteln gerechtfertigt.

⁶⁶ Die EFSF kann Garantien von bis zu 440 Milliarden EUR bereitstellen, doch tatsächlich wird das weniger sein, da die Bürgschaft für 120 % des Wertes der Schuldverschreibungen auf der Grundlage der Barreserve in Höhe von 20 % gilt, mit der die Kreditwürdigkeit der Schuldverschreibungen für eine AAA-Bewertung verbessert werden soll.

Abbildung A: Die Europäische Finanzstabilitätsfazilität (EFSF)



Quelle: Finanzagentur GmbH

Hinsichtlich des Fonds bestehen noch etliche Unklarheiten: Es ist wenig darüber bekannt, wer die emittierten Schuldtitel kaufen wird, wie der Fonds funktionieren soll oder was passiert, wenn mehr als ein Land ihn in Anspruch nehmen will.⁶⁷ Der Fonds wurde kritisiert als ein Versuch, die Krise mit imaginärem anstelle von realem Geld zu lösen, das man irgendwie auftreiben müsse.⁶⁸ Falls mehrere Länder gleichzeitig Unterstützung beantragen, könnte dem Fonds möglicherweise das Geld ausgehen, Befürwortern des Fonds zufolge ist dies jedoch unwahrscheinlich, da ausländische Investoren auf den Markt für Staatsanleihen zurückkehren.⁶⁹ Die Staaten des Euroraums können den Fonds zudem für die Rettung der eigenen Banken nutzen. Die jüngsten Probleme im August 2010 im Zusammenhang mit staatlichen Banken in Irland deuten darauf hin, dass die Inanspruchnahme des Fonds für Irland in naher Zukunft eine realistische Möglichkeit darstellen wird.

Die Einrichtung der EFSF sorgte zunächst für eine gewisse Stabilität an den europäischen Finanzmärkten und die Wiederherstellung des Vertrauens der Anleger in griechische Staatsanleihen sowie die Anleihen anderer gefährdeter Staatsschuldner im Euroraum. Die Ergebnisse des Stresstests konnten Bedenken hinsichtlich der Gesundheit europäischer Banken insofern etwas zerstreuen, als nachgewiesen wurde, dass EU-Banken unter bestimmten Stress-Szenarios weder unterkapitalisiert noch durch einen Staatsbankrott stark gefährdet wären. Dennoch ist die Lage an den Finanzmärkten der EU prekär: die irischen Staatsbanken melden auch im August 2010 wachsende Verluste vor Steuern, was seit dem 1. August 2010 zu einer Verteuerung der Kreditausfallversicherung (CDS) um 36 % geführt hat. Die neuerlichen Probleme mit irischen Staatsbanken deuten darauf hin, dass die neu geschaffene EFSF und die Bankenstresstests die Bedenken der Anleger hinsichtlich der Finanzinstitutionen der EU nicht ausreichend zerstreuen konnten und damit den Befürchtungen in Bezug auf die Solvenz hoch verschuldeter EU-Staaten wie

⁶⁷ Die EFSF ist ein Unternehmen nach Luxemburger Recht mit Sitz in Luxemburg, das ab Juli zwölf Beschäftigte hat, einschließlich Klaus Regling, der den Fonds seit dem 1. Juli leitet. In einem Interview mit der „Financial Times“ (19. Juli 2010) stellte er fest, dass die EFSF im August 2010 ein AAA-Rating erhalten wird. Zudem sei bei der EFSF bislang noch keine Finanzierungsanfrage von ihren Mitgliedstaaten eingegangen, doch könnten in einem solchen Fall die entsprechenden Mittel innerhalb eines Monats bereitgestellt werden.

⁶⁸ Liz Chong zitiert David Watts in „Klaus Regling explains the EU's stability fund“, „The Financial News“, S. 8.

⁶⁹ Siehe Stellungnahme von EFSF-CEO Klaus Regling, der auf die Ankündigung der chinesischen Devisenabteilung vom Juli 2010 verweist, man werde mehr spanische Staatsanleihen erwerben. „The Financial News“, „Special purpose vehicle set on rescue mission“, S. 9.

Griechenland, Irland, Portugal und Italien neue Nahrung gegeben haben. Diese Bedenken haben Finanzinstitutionen in diesen Ländern veranlasst, im Juli und August 2010 ihre Kreditaufnahme bei der Europäischen Zentralbank drastisch anzuheben. Im Rahmen ihres im Mai auf dem Höhepunkt der griechischen Krise angelaufenen Rettungsprogramms zum Aufkauf von Staatsanleihen des Euroraums hat die EZB am 12. August zudem angekündigt, dass sie irische Anleihen mit kurzer Laufzeit aufkaufen werde, um so der zunehmenden Unberechenbarkeit des irischen Anleihenmarktes entgegenzuwirken, die auf die Sorge der Anleger zurückzuführen ist, der Staat müsse den geschwächten irischen Bankensektor weiterhin massiv stützen. Diese Entwicklungen deuten darauf hin, dass die Verunsicherung an die Märkte für EU-Staatsanleihen zurückkehrt und die Bedenken der Anleger durch die vielgepriesene Durchführung von Bankstresstests und die Einrichtung der EFSF nicht zerstreut werden konnten.

4. Reform der Umstrukturierung der Staatsschulden in der EU

In diesem Kapitel wird für die Schaffung einer reformierten institutionellen Struktur auf EU-Ebene zur Überwachung der Umstrukturierung von Staatsschulden und in Ausnahmefällen des Vorgehens bei Staatskonkurs auf der Grundlage aufeinander abgestimmter Prinzipien plädiert, die an eine neue dezentralisierte institutionelle EU-Struktur mit klaren Zuständigkeiten geknüpft sind, um so die Verhandlungen zwischen Gläubigern und Staaten in finanziellen Krisenzeiten zu erleichtern. Da gleiche Ausgangsbedingungen am europäischen Binnenmarkt ein erstrebenswertes Ziel darstellen, kann davon ausgegangen werden, dass einem solchen Ansatz EU-weit einheitliche Grundsätze und Leitlinien für die Anwendung und Durchführung eines solchen Prozesses zur Umstrukturierung öffentlicher Schulden zugrunde gelegt werden können.

Dezentralisierter institutioneller EU-Ansatz

Die jüngste Staatsschuldenkrise und die anhaltenden Turbulenzen an den globalen und europäischen Finanzmärkten machen deutlich, dass es eines einheitlicheren und rationelleren Verfahrens für das Vorgehen bei der Zahlungsunfähigkeit und der Umstrukturierung von Staatsschulden bedarf. Ein solches Verfahren könnte den Unsicherheitsfaktor und damit Moral-Hazard-Anreize für Staaten, sich untragbar zu verschulden, verringern, indem es einen kalkulierbaren Rahmen für die Umstrukturierung von Staatsschulden schafft. Ein überschaubarerer Verfahrensrahmen und klarere, europaweit geltende Grundsätze hätten bessere und fristgerechtere Entscheidungen für die Handhabung von Staatsschulden zur Folge und würden die Wahrscheinlichkeit von Krisen senken und die damit verbundenen Kosten dämpfen. Das Ziel der Schaffung eines geordneteren Verfahrens für die Umstrukturierung von Staatsschulden in Europa würde darin bestehen, die Anreize für eine vollständige und fristgerechte Begleichung von Schulden durch den Staat zu verstärken. Dadurch hätten Staaten kontinuierlichen Zugang zu Kapital zu vertretbaren Zinssätzen. Zu diesem Zweck sollte ein klarerer rechtlicher und institutioneller Rahmen in der EU geschaffen werden, der die derzeitigen Unsicherheiten in Verbindung mit der Zahlungsunfähigkeit von Staaten und eventueller Umschuldungen verringert.

Die bereits erläuterten jüngsten Vorschläge für einen Europäischen Währungsfonds oder die Einsetzung einer neuen EU-Agentur mit Befugnissen zur Vermittlung und Lösung von Streitfällen im Bereich der staatlichen Verschuldung könnten eine Änderung des EU-Vertrags erfordern, die derzeit in politischer Hinsicht kaum vorstellbar sein dürfte.⁷⁰

⁷⁰ Siehe Diskussion bei Häde, „Legal Evaluation of a European Monetary Fund“, Fußnote 53.

Stattdessen werden in diesem Kapitel Grundsätze und Regeln vorgestellt, die für mehr Sicherheit beim Risikomanagement im Bereich der Staatsverschuldung für sowohl Staaten als auch Anleger sorgen sollen und die auf der Entscheidungsebene der EU berücksichtigt werden sollten. Sie würden keine Vertragsänderung erfordern, sondern wären im Rahmen der geltenden Rechtsakte durchführbar.

Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses (CACs))

Umschuldungsklauseln, die auch als Mehrheitsklauseln bezeichnet werden, erlauben einer klaren Mehrheit von beispielsweise Anleihehabern mit einer bestimmten Klasse von Anleiheverträgen, Vereinbarungen zu den finanziellen oder Rückzahlungsbedingungen von Anleihen anzunehmen.⁷¹ Im Anleihevertrag könnte beispielsweise vorgesehen sein, dass 75 % der Gläubiger – und nicht 100 % – einer bestimmten Gläubigerklasse für die Neuordnung der finanziellen und der Rückzahlungsbedingungen stimmen (also Senkung des Zinssatzes oder Aufschub des Fälligkeitstermins). Die klare Mehrheitsentscheidung würde die Minderheitsinhaber derselben Anleiheklasse einbinden und verhindern, dass eine kleine Minderheit eine Umschuldungsvereinbarung verzögert oder anderweitig behindert; ein solches Vorgehen macht den Umschuldungsprozess kalkulierbarer.⁷²

Zunächst sollten sich Staatsschuldner und Anleger darauf einigen, künftig Umschuldungsklauseln in Verträge über Staatsanleihen oder Verträge über Staatskredite (also Bankdarlehen), die dem Recht eines EU-Staats unterliegen, aufzunehmen. Obwohl Anleger und Staaten seit der Zahlungsunfähigkeit von Argentinien zunehmend Umschuldungsklauseln in ihre Verträge über Staatsanleihen aufnehmen, weisen diese Verträge nach wie vor beträchtliche Unterschiede auf und sorgen damit für eine noch größere Unsicherheit im Hinblick auf die Neuverhandlung von Rückzahlungsbedingungen und die Durchführung des Umschuldungsprozesses insgesamt. Von EU-Staaten emittierte Anleiheverträge sollten einheitliche Rechtsvorlagen für ihre Gesamtstruktur vorsehen, den Vertragsparteien jedoch einen gewissen Spielraum für die Vereinbarung spezifischer Rückzahlungsbedingungen einräumen.

Wenngleich immer mehr Verträge über Staatsanleihen in der EU Umschuldungsklauseln enthalten, ist das bei der Mehrzahl nicht der Fall, d. h. dass bei den meisten Verträge über Staatsanleihen in der EU die Zustimmung von 100 % der Inhaber einer bestimmten Anleiheklasse zur Änderung der Rückzahlungsbedingungen für die Anleihe erforderlich ist.⁷³ Das hat zur Folge, dass eine kleine Minderheit von Anleihehabern eine Umschuldung verhindern kann, die die Mehrheit für sinnvoll hält. Vielmehr sollte durch EU-Richtlinien und -Verordnungen vorgeschrieben werden, dass in alle Verträge über Staatsanleihen und Staatskredite Mehrheitsklauseln aufzunehmen sind, wobei den Vertragsparteien

⁷¹ Die finanziellen Bedingungen des Vertrags umfassen im Allgemeinen den Zinssatz (Anleihezinssatz), die Höhe des Kapitals sowie damit in Zusammenhang stehende Finanzierungsbedingungen, während die Rückzahlungsbedingungen den Termin für periodische Zahlungen und die Art und den Ort der Zahlung, den Fälligkeitstermin für die Anleihe sowie in einigen Fällen auch den Zins- und Kapitalbetrag, der in jeder Zahlung enthalten sein muss, umfassen.

⁷² Umschuldungsklauseln sind Bestandteil aller nach englischem Recht emittierten Anleihen und kommen verstärkt im Rahmen von Staatsanleiheverträgen nach New Yorker Recht zur Anwendung, die traditionell Einstimmigkeit erforderten bzw. die Zustimmung von 100 % der Gläubiger derselben Klasse zur Neuordnung der finanziellen oder der Rückzahlungsbedingungen eines Anleihevertrags.

⁷³ Siehe Elmar B. Koch, „Challenges at the Bank for International Settlements: An Economist’s (Re)view“, S. 56-60. Darin heißt es, dass in der Regel Umschuldungsklauseln in Anleihen eingebunden werden, die nach englischem, japanischem und nach luxemburgischem Recht begeben werden. Staatsanleihen, die nach amerikanischem, deutschem, italienischem und Schweizer Recht emittiert werden, beinhalten hingegen keine Umschuldungsklauseln und erfordern daher für eine Änderung der Rückzahlungsbedingungen die einstimmige Billigung der Inhaber einer bestimmten Anleiheklasse. Ebenda, S. 60-65 mit Angaben zum Wert der mit Umschuldungsklauseln begebenen Staatsanleihen.

zugestanden werden sollte, bestimmte Rückzahlungsbedingungen zu vereinbaren; so könnte festgelegt werden, welcher prozentuale Anteil der Gläubiger, die einen bestimmten Wert der Schulden halten (z. B. 85 %, 75 % oder 65 %), einer Änderung der Rückzahlungsbedingungen (z. B. einem niedrigerem Zinssatz) zustimmen muss. Ferner sollte vorgeschrieben sein, dass Verträge über Staatsanleihen und Staatskredite eine Klausel enthalten, in der das Verfahren beschrieben wird, nach dem Staatsschuldner und Gläubiger im Umschuldungsfall die Verhandlungen führen. Eine solche Klausel würde festlegen, wie die Gläubiger zu vertreten sind und durch wen und zu welchem Zeitpunkt oder innerhalb welcher Frist der Schuldner dem Vertreter der Gläubiger finanzielle oder sonstige Informationen bereitstellen muss. Der Vertreter wäre befugt, bei den Verhandlungen im Namen der Gläubiger zu handeln, und hätte die Ermessensfreiheit, im Auftrag der Gläubiger zu handeln, die einen genau festgelegten Anteil am Wert der Forderungen halten.⁷⁴

Ein weiterer wichtiger Bereich betrifft die Art und Weise, in der ein Staat eine Umschuldung einleiten würde. Im EU-Recht könnte vorgesehen werden, dass zu diesem Zweck eine Klausel mit einer bestimmten Fristsetzung – z. B. vier Wochen – aufgenommen wird; in dieser Frist würden die Gläubiger zusammentreten, um die entsprechenden Informationen bezüglich der finanziellen Lage des Staates einzuholen, einen Vertreter zu wählen und einen Zeitplan für den Verhandlungsprozess festzulegen. Das Konzept einer „Cooling-off“-Frist oder einer automatischen Aussetzung von gerichtlichen Maßnahmen des Gläubigers gegen Schuldner, bei denen es sich nicht um Staaten, sondern Unternehmen oder Einzelpersonen handelt, wird vom Insolvenzrecht einiger Länder bereits anerkannt, so in Kapitel 11 des US-Insolvenzrechts.⁷⁵ Im entsprechenden Vertrag wäre der Beginn der „Cooling-off“-Frist festzulegen, beispielsweise der Zeitpunkt, an dem der Staat seinen Gläubigern mitteilt, dass er eine Umschuldung plant, und/oder der Zeitpunkt, an dem die Gläubiger ihren Vertreter ernennen. Die „Cooling-off“-Frist würde durch EU-Recht auf beispielsweise 60 oder 75 Tage festgesetzt. Während dieses Zeitraums würde ein EU-Gericht die Zahlungen zeitweilig aussetzen bzw. ein Schuldenmoratorium verordnen. Das EU-Recht sollte die Möglichkeit der Aussetzung von Zahlungen oder eines Schuldenmoratoriums im Rahmen von Verträgen über Staatsanleihen oder Staatskredite sowie Schadenersatz oder Sanktionen in Fällen vorsehen, in denen Gläubiger gegen diese Bestimmungen verstoßen, indem sie versuchen, Forderungen ohne vorherige gerichtliche Zustimmung durchzusetzen.

⁷⁴ Dieser prozentuale Anteil am Wert der Forderungen würde in den Rückzahlungsbedingungen des Vertrags festgeschrieben. Zudem wäre der Vertreter und nicht der einzelne Gläubiger befugt, ein Verfahren wegen Verstoßes gegen die Verpflichtungen aus dem Anleihen- oder Kreditvertrag einzuleiten, allerdings nur mit Zustimmung der Gläubiger, die einen bestimmten Wert der Forderungen halten.

⁷⁵ Obwohl Kapitel 11 des US-Insolvenzgesetzes nicht für die Zahlungsunfähigkeit oder die Umschuldung von Staaten gilt, sieht Kapitel 9 des amerikanischen Insolvenzrechts Insolvenzverfahren und eine automatische Aussetzung der Gläubigerforderungen gegen einen Schuldner vor, bei dem es sich um eine Gemeinde oder eine Gebietskörperschaft handelt, während der staatliche Schuldner einen von einem Gericht oder dem Gläubiger zu billigenden Rückzahlungsplan erarbeitet. Während der automatischen Aussetzung können bevorrechtigte Gläubiger bei Gericht den angemessenen Schutz ihrer Sicherungsrechte an beleihbarem Eigentum, das sich in Besitz des Schuldners befindet, beantragen. Gemäß Kapitel 9 und 11 kann die automatische Aussetzung für einen Zeitraum von bis zu sechs Monaten in Kraft bleiben, um dem Schuldner die Möglichkeit zu Verhandlungen mit den Gläubigern und zur Erarbeitung eines umfassenden Rückzahlungsplans zu geben.

Durchführung

Ein dezentralisierter Ansatz, der auf die Aufnahme von Umschuldungsklauseln in Verträge über Staatsanleihen und Staatskredite abstellt, ist nicht die einzige Möglichkeit, die für die Reformierung des Umschuldungsprozesses für Staatsschulden in der EU vorgeschlagen wurde. So hatten Mitarbeiter des IWF 2002 einen internationalen Umschuldungs-Mechanismus (Sovereign Debt Restructuring Mechanism - SDRM) vorgeschlagen, der auf große Aufmerksamkeit stieß, aber wegen der ablehnenden Haltung der USA nicht angenommen wurde. Der SDRM hätte einen zentralisierteren Ansatz ermöglicht, der eine Abänderung der IWF-Satzung erfordert hätte, um ein rechtsverbindliches Schiedsverfahren zu schaffen, bei dem ein spezielles IWF-Tribunal die Vermittlung in Umschuldungsstreitfällen übernommen und seine Zustimmung gegeben hätte.⁷⁶ Die Kritik am SDRM des IWF richtete sich gegen die Tatsache, dass er nicht ausreichend marktorientiert war und zu viele zentralisierte Befugnisse auf internationaler Ebene erforderte und damit zu viel Macht beim IWF konzentrierte. Die gleichen Kritikpunkte treffen möglicherweise auch auf die jüngsten Vorschläge zur Schaffung eines Europäischen Währungsfonds (1.3) zu, der Bürgschaften für Staatsschulden und Liquidität zur Unterstützung von in Schwierigkeiten geratenen EU-Schuldnerstaaten während der Verhandlungen über Gläubigerforderungen bereitstellen würde, oder auf die Einrichtung der EFSF, die ebenfalls Liquiditätshilfen und Bürgschaften für in Not geratene Staaten des Euroraums vorsieht.

Andererseits kann man angesichts der Vielzahl von Vertragsrechtssystemen in der EU sowie der Tatsache, dass es schwierig sein dürfte, diese zur Erleichterung von Verhandlungen über die Staatsverschuldung und eine entsprechende Umschuldung zu harmonisieren, Zweifel an der Realisierbarkeit des dezentralisierten Ansatzes hegen. Eine weitere Frage betrifft die Art der den Umschuldungsklauseln unterliegenden Schulden. Theoretisch gibt es unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten keine vernünftige Rechtfertigung für eine Beschränkung derartiger Klauseln auf Anleiheverträge. So stellt Taylor (2002, 4) fest, dass es sinnvoll wäre, derartige Klauseln bei Bankschulden wie auch Anleiheschulden anzuwenden. Im Übrigen finden derartige Klauseln ja bereits bei zahlreichen Konsortialkrediten Anwendung.⁷⁷ Ferner stellt sich die Frage, ob bei einer Umschuldung sämtliche Forderungen aus unterschiedlichen Anleihen zu einer einzigen Klasse von Gläubigern zusammengefasst werden sollten oder ob alternativ sämtliche Forderungen von Anleiheinhabern mit den Forderungen anderer Gläubiger (also Bankdarlehen) zusammengefasst werden sollten. Marktpraktiker scheinen einen Ansatz zu bevorzugen, bei dem die Umschuldungsklauseln und andere Klauseln emissions- oder kreditweise zu einer Schuld konsolidiert werden. Widersprüche in rechtlicher Hinsicht oder in Bezug auf Auflagen aufgrund von unterschiedlichen Arten von Emissionen oder Rechtssystemen sollten durch vertraglich vorgesehene Schiedsverfahren oder durch eine EU-Agentur gelöst werden, die (wie weiter unten ausgeführt wird) zum Zweck der Anwendung von EU-Prinzipien und -Leitlinien gebildet wird.

⁷⁶ Anne Krueger, 2002, 2002, „A New Approach to Sovereign Debt Restructuring“, Washington DC, Internationaler Währungsfonds (16. April 2002).

<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf>> („SDRM - April version“, 11-14.

⁷⁷ Siehe Steven L. Schwarcz, 2000, „Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach“, 85 CORNELL Law Review, 975, 982-84, und „Facing the Debt Challenge of Countries that are Too Big To Fail“, Duke Law Working Paper, S. 1-7.

Die EU muss zudem über die erforderliche institutionelle Kapazität zur Überwachung der Umsetzung derartiger Schuldverträge verfügen, damit gewährleistet werden kann, dass Gläubiger und Schuldner die notwendigen Angaben erhalten und die Vertragsparteien bei ihren Verhandlungen umfassenden Zugang zu den entsprechenden Informationen haben. Per Verordnung könnte eine EU-Agentur im Bereich der Staatsverschuldung zur Ausübung dieser Funktion gegründet werden, die befugt wäre, die entsprechenden Daten zu erfassen, die Märkte für Staatsschulden zu überwachen und die Europäische Kommission, das Parlament und die Marktteilnehmer über Marktentwicklungen zu informieren. Zu den Aufgaben einer europäischen Agentur für Staatsverschuldung könnten die Aufsicht über die Staatsverschuldungspraktiken von EU-Mitgliedstaaten und die Bereitstellung von Informationen über die mit bestimmten Anleihe- und Kreditverträgen verbundenen Risiken an den Märkten zählen. Ferner könnte sie Empfehlungen geben und erforderlichenfalls jene Staaten an den Pranger stellen, die auf eine Situation zusteuern, in der ihre Schulden nicht mehr tragfähig sein werden.

Die Agentur könnte ferner mit der EZB, den europäischen Aufsichtsbehörden und dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken Informationen über Fragen der Finanzstabilität an den Märkten für Staatsschulden austauschen. Ferner könnte sie das Verfahren, nach dem Marktteilnehmer ihre in Schuldverträgen verankerten Rechte und Pflichten an Gerichten in den EU-Mitgliedstaaten einklagen können, präzisieren, damit gewährleistet ist, dass der Umstrukturierungsprozess im Einklang mit den Vertragsbestimmungen erfolgt.

Europäischer Finanzstabilitätsfonds

Die vorgeschlagene EU-Agentur im Bereich der Staatsverschuldung, die für die Aufsicht über die Durchführung des CAC-Ansatzes bei der Umstrukturierung der Staatsverschuldung auf der Grundlage einheitlicher EU-Prinzipien und –Leitlinien zuständig ist, könnte auch die Einrichtung eines EU-Stabilitäts-Fonds übernehmen, den EU-Staaten mit kurzfristigen Finanzierungsproblemen zur kurzfristigen Geldbeschaffung in einer finanziellen Krise in Anspruch nehmen könnten, bis sie wieder Zugang zu den Kapitalmärkten haben. Finanziert würde der EU-Finanzstabilitäts-Fonds aus einer geringen Transaktionssteuer auf sämtliche Verkäufe von Staatsanleihen.⁷⁸ Diese Steuer könnte auf sehr niedrigem Niveau erhoben werden – zehn Basispunkte/0,10 % oder fünf Basispunkte/0,05 % –, damit sie den Markt für Staatsanleihen nicht wesentlich verzerrt; sie ließe sich problemlos erheben, indem die eingeschalteten Banken, die die Transaktionen durchführen, beauftragt würden, die Steuer bei Kauf und Verkauf abzuziehen und an das einzelstaatliche Finanzministerium weiterzuleiten, das die entsprechenden Beträge dann an den Fonds abführt. Die Steuer würde auch für Derivateinstrumente in Verbindung mit Staatsschulden (also Kreditderivate zur Beherrschung von Ausfallrisiken von Staatsanleihen) oder andere Instrumente gelten, bei denen Staatsschulden als Referenzwert dienen. Die Steuer würde einheitlich auf sämtliche in der EU begebenen Staatsanleihen erhoben werden und könnte auf Bankkredite für Mitgliedstaaten der EU ausgedehnt werden. Sie könnte sich zu einer nachhaltigen Finanzierungsquelle zur Unterstützung von Mitgliedstaaten mit Liquiditätsproblemen entwickeln und diesen bei der Durchführung von gegebenenfalls vorgesehenen Umschuldungsplänen helfen. Als Gegenleistung für den Zugriff auf den Fonds wären von den jeweiligen Staaten entsprechende fiskalpolitische Anpassungen vorzunehmen, damit die Staatsverschuldung mittelfristig wieder ein tragbares Niveau erreicht.

⁷⁸ Siehe Kern Alexander et al., „Crisis Management, Burden Sharing and Solidarity Mechanisms in the EU“ (Mai 2010), Brüssel, Europäisches Parlament, S. 43.

Ist ein Land jedoch nicht einfach nur illiquide, sondern insolvent, sollten drastischere Maßnahmen ergriffen werden, wobei der EU-Stabilitätsfonds nach wie vor zur Verfügung stünde, aber durch einen Mechanismus zur Bestimmung kollektiver Garantien zu ergänzen wäre.⁷⁹ Diese Garantien sollten an strenge Bedingungen geknüpft werden, die vorsehen könnten, dass der betroffene Staat beispielsweise sein Steuersystem, die Struktur des makroökonomischen Managements oder den Arbeitsmarkt einer umfassenden Strukturreform unterzieht. Eine notwendige Komponente des Rettungspakets könnten kurzfristige Sparmaßnahmen sein. Ihre Auswirkungen sollten jedoch stets auf die Erfordernisse einer Erholung auf mittlere Sicht abgestimmt werden. Damit verbunden wäre aber auch, dass die Regeln des Wachstums- und Stabilitätspaktes, die eindeutig versagt haben, überdacht oder möglicherweise ersetzt werden müssten.

Ein solcher Ansatz würde mit einer umfassenden Umgestaltung der Wirtschaftspolitik der EU im Allgemeinen und des Euroraums im Besonderen einhergehen. Er würde einen deutlichen Richtungswechsel in der Fiskalpolitik erfordern, einschließlich eines einheitlichen EU-Rahmens mit Prinzipien und Leitlinien für die Umstrukturierung von Staatsschulden und das Vorgehen bei Staatsinsolvenz. Das Fehlen eines EU-Systems für die Regelung der Umstrukturierung von Staatsschulden hat zu einer Unterbewertung der wahren Kosten von Staatsschulden geführt, da es mit Moral-Hazard-Anreizen für Anleger einhergeht, die zu viele Staatsanleihen erwerben, weil sie davon ausgehen, dass vor allem die Staaten des Euroraums sie auffangen werden, um einen Kollaps des Euroraums zu verhindern. Das Ergebnis ist eine Unterbewertung der Staatsschulden, und das bedeutet, dass die Kosten der Staatsschulden von jenen, die in sie investieren, nicht in vollem Umfang internalisiert werden, sodass zu viele Staatsanleihen begeben werden. Zudem wären Anleger zu einer effizienteren Preisgestaltung für Staatsanleihen in der Lage, wenn sie mehr Gewissheit in Bezug auf die Vorschriften für die Umschuldungsverhandlungen und Möglichkeiten für eine Koordinierung ihrer Forderungen mit denen anderer Gläubiger im Krisenfall sowie die Beschaffung von Informationen von Staatsschuldnern hätten. Ob eine solche EU-Agentur so aufgebaut werden kann, dass sie derartige Verhandlungen erleichtern und die erforderlichen Informationen für Gläubiger bereitstellen kann, ist eine politische und rechtliche Frage, die den Rahmen dieser kurzen Studie sprengen würde.

⁷⁹ Die Organe der EU müssten also Kriterien beschließen, mit deren Hilfe festgestellt werden kann, wann ein Staat entweder illiquid oder insolvent ist bzw. an welchem Punkt aus einem illiquiden ein insolventer Staat wird.

5. Fazit

Die vorliegende Arbeit kommt zu dem Schluss, dass bei institutionellen oder rechtlichen Reformen für ein geordneteres EU-Verfahren bei Staatsinsolvenz nicht verstärkt auf eine Zentralisierung auf der Ebene von EU-Institutionen gesetzt werden sollte, sondern dass zu diesem Zweck harmonisierte Grundsätze in der EU-Gesetzgebung (3.1) verankert und die Reformen von den Mitgliedstaaten durchgeführt werden sollten, wobei die Durchführung von einer EU-Agentur im Bereich der Staatsverschuldung geprüft und bestätigt werden sollte (3.2).

Obwohl die Stresstests von EU-Banken, über die im Juli 20120 berichtet wurde, Bedenken hinsichtlich des Zustands europäischer Banken insofern etwas zerstreuen konnten, als nachgewiesen wurde, dass EU-Banken weder unterkapitalisiert noch durch einen Staatsbankrott stark gefährdet sind, ist die Lage an den Finanzmärkten der EU nach wie vor prekär. Die neuerlichen Probleme mit irischen Staatsbanken und die anhaltende problematische Staatsverschuldung Griechenlands deuten darauf hin, dass die Ergebnisse der Bankenstresstests die Bedenken der Anleger hinsichtlich der Finanzinstitutionen der EU nicht ausreichend zerstreuen konnten und damit den Befürchtungen in Bezug auf die Solvenz hoch verschuldeter EU-Mitgliedstaaten wie Griechenland, Irland, Portugal und Italien neue Nahrung gegeben haben. (2.1)

Diese Entwicklungen deuten darauf hin, dass die Verunsicherung an die Märkte für EU-Staatsanleihen zurückkehrt und auf EU-Ebene geprüft werden sollte, ob Europa ein formelles EU-Verfahren für Staatsinsolvenz benötigt, um Staaten Anreize für eine effektivere Verwaltung ihrer Staatsschulden zu geben und ein geordneteres Verfahren für die Abwicklung von Gläubigerforderungen zu fördern. Im Rahmen des vorliegenden Beitrags wurde eine Reihe von Optionen untersucht, einschließlich der neu geschaffenen Europäischen Finanzstabilitätsfazilität (2.2), an die Entscheidungsträger auf der Ebene der EU erging die Aufforderung, einen dezentralisierten Prozess für die Umstrukturierung von Staatsschulden in den Mittelpunkt ihrer Reformbemühungen zu stellen, bei dem der Schwerpunkt auf der Nutzung von Umschuldungsklauseln liegt, die die Verhandlungen und den Informationsfluss zwischen Gläubigern und Staaten in Bezug auf die mit der Staatsverschuldung verbundenen Risiken erleichtern sollen. Mithilfe von Richtlinien und Verordnungen, die keine Vertragsänderungen erfordern, sollten die Grundsätze und Leitlinien für die Anwendung von Umschuldungsklauseln vereinheitlicht werden, wobei den Beteiligten ein gewisser Spielraum in Bezug auf bestimmte Parameter der Verhandlungen im Rahmen der Umschuldungsklauseln und einige Aspekte des Umschuldungsprozesses eingeräumt werden sollte. (3.1)

Zur Erleichterung derartiger Verhandlungen sollte eine EU-Agentur für die Verwaltung von Staatsschulden gegründet werden, die gleichzeitig als Informationsquelle für Gläubiger und Staaten dient und Angaben zu Marktentwicklungen bereitstellt, die für die Preisgestaltung im Hinblick auf das mit der Staatsverschuldung verbundene Risiko von Bedeutung sind. (3.2) Diese Agentur könnte ferner über einen europäischen Finanzstabilitätsfonds verfügen, der eingerichtet werden würde, um Staaten, die sich in finanzieller Notlage befinden, mit Liquidität zu versorgen, wenn die fraglichen Staaten die dafür vorgesehenen Bedingungen erfüllen. (3.2) Finanziert würde der EU-Finanzstabilitätsfonds aus einer Transaktionssteuer auf alle in der EU begebenen Staatsanleihen, Kreditausfallversicherungen und sonstige an EU-Staatsanleihen gebundene Derivattransaktionen. Die Steuer würde auf sehr niedrigem Niveau erhoben, um den Markt nicht über Gebühr zu behindern und um Mittel in angemessener Höhe zu erwirtschaften, damit Staaten mit temporären Liquiditätsproblemen geholfen werden kann.

6. Literaturhinweise

- Aggarwal, Vinod K & Brigitte Granville, 2003, „Sovereign Debt, Origins, Crises and restructuring“ (1. Auflage, London, Royal Institute of International Affairs).
- Auerback, R.M. „Sovereign debt-default and restructuring of debts owed to private creditors“, Journal of International Banking Law and Regulation.
- Alexander, Kern, John Eatwell, Avinash Persaud und Robert Reoch (Dez. 2007) „Financial Supervision and Crisis Management in the EU“, Brüssel, Europäisches Parlament.
- (Mai 2010) „Crisis Management, Burden Sharing and Solidarity Mechanisms in th EU“, IP/A/ECON/FWC//2010, Brüssel, Europäisches Parlament.
- Beattie, Alan, 2010, „State of bankruptcy“, „The Financial Times“, Analyse, Seite 7 (2. Aug. 2010).
- Bird, Graham, und Paul Mosley, 2004, „The role of the IMF in developing countries“, Cambridge, Cambridge University Press.
- Boughey, Simon, 2010, „Stress tests bring renewed optimism to bank credits“, „The Financial News“, (2. Aug. 2010) S. 27.
- Bowse, Michael, und James Dean, 1997, „Has the market solved the sovereign-debt crisis?“ (1. Auflage), Princeton, Princeton University Press.
- Bradberry, Adam, „ECB Buys Irish Government Bonds“, „The Wall Street Journal“ (13. Aug. 2010).
- Buchheit, Lee C., und G. Mitu Gulti, 2010, „How to Restructure Greek Debt“ (7. Mai 2010)
- Chong, Liz, 2010, „Klaus Riegling explains the EU’s stability fund“ „The Financial News“, (19.Juli 2010) S. 8.
- Hochrangige Expertengruppe zur EU-Finanzaufsicht, 2009, „De Larosiere-Bericht“ (Feb. 2009) (Brüssel: Europäische Kommission).
- Ausschuss der europäischen Bankaufsichtsbehörden, „Aggregate outcome of the EU wide stress test exercise coordinated by CEBS in cooperation with the ECB“ (23. Juli 2010), London.
- Fishlow, Albert, 1985, „Lessons from the past: capital Markets during the 19th century and the Interwar period“, „International Organization“, S. 383-440.
- Greenspan, Alan, 2007, *Mein Leben für die Wirtschaft*, Campus Verlag GmbH, Frankfurt/Main, 2007.
- Gros, Daniel, und Thomas Mayer, 2010, „How to Deal with the Threat of Sovereign Default in EU: Towards a Euro(pean) Monetary Fund“, *Intereconomics - Forum*, (2) S. 64-68.
- Häde, Ulrich, 2010, „Legal Evaluation of a European Monetary Fund“, „Intereconomics – Forum“ Bd. 2, S. 69-72.
- Keynes, John Maynard, „The General Theory of Employment, Interest and Money“, 1936, 1. Auflage, (London: Macmillan), [Nachdruck durch Classic Books America: 2009].
- Koch, Elmar B., „Challenges at the Bank for International Settlements : An Economist’s (Re)view“, Berlin-Heidelberg: Springer, S. 56-60.
- Krueger, Anne O., 2002, „A New Approach to Sovereign Debt Restructuring“, Washington DC, Internationaler Währungsfonds (16. April 2002)

<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf>> („SDRM - April version“, 11-14.

- Lastra, Rosa M., 2006, „Legal Foundations of International Monetary Stability“, Oxford: Oxford University Press.
- Smith, Geoffrey T., „German deficit surges despite strong growth“, „European Wall Street Journal“, (25. Aug. 2010) S. 4.
- Schwarcz, Steven L., 2000, „*Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach*“, 85 CORNELL Law Review, 975.
- „Facing the Debt Challenge of Countries that are Too Big To Fail“, Duke Law Working Paper, S. 1-7.
- Taylor, John B., 2002, „Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards“ (Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective), Konferenzbeitrag, Washington DC, Institute for International Economics.

<<http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?researchid=455>

7. Anhang A – Ausgewählte Ergebnisse der EU-Stresstests

(mln Euros for all except the UK which is mln Pounds)	Germany		France		Italy	
	DEUTSCHE BANK AG	HYPO REAL ESTATE HOLDING AG	BNP	SOCIETE GENERALE	UNICREDIT	INTESA SANPAOL O
Total Tier 1 Capital after Benchmark	41527	6211	71769	39415	45918	33934
Total Tier 1 Ratio after Benchmark (%)	13.2%	7.8%	11.4%	11.9%	10.0%	9.8%
Total Tier 1 Capital after Adverse	38987	4898	66932	36520	38334	33326
Total Tier 1 Ratio after Adverse (%)	10.3%	5.3%	9.7%	10.2%	8.1%	8.8%
Total Tier 1 Ratio after Adverse+Sovereign (%)	9.7%	4.7%	9.6%	10.0%	7.8%	8.2%
-Additional Impairment losses	-411	-184	-988	-576	-1200	-928
-Additional losses on sovereign exposures in the trading book	-2812	-362	-425	-941	-1608	-1915

(mln Euros for all except the UK which is mln Pounds)	Netherlands		Spain		UK	
	ING Bank	RABOBANK GRP	SANTANDE R	GRUPO BBVA	BARCLAYS	LLOYDS BANKING GROUP
Total Tier 1 Capital after Benchmark	40366	37211	63869	32028	63209	56522
Total Tier 1 Ratio after Benchmark (%)	11.2%	14.8%	11.0%	10.6%	15.8%	10.8%
Total Tier 1 Capital after Adverse	37836	35732	59473	29994	58295	51042
Total Tier 1 Ratio after Adverse (%)	9.1%	12.7%	10.2%	9.6%	13.9%	9.4%
Total Tier 1 Ratio after Adverse+Sovereign (%)	8.8%	12.5%	10.0%	9.3%	13.7%	9.2%
-Additional Impairment losses	-733	-510	-2255	-1505	-740	-1396
-Additional losses on sovereign exposures in the trading book	-445	-100	-907	-1223	-473	-23

Quelle: CEBS (<http://www.c-ebs.org/EuWideStressTesting.aspx>)

[Legende:]

(mln Euros for all ...

Total Tier 1 Capital after Benchmark

Total Tier Ratio after Benchmark

Total Tier 1 Capital after Adverse

Total Tier 1 Ratio after Adverse

Total Tier 1 Ratio after Adverse+Sovereign (%)

- Additional impairment losses

- Additional loss on sovereign

Exposures in the trading book

In Mio. EUR für alle außer VK, für das Angaben in GBP

Kernkapital gesamt nach Benchmark

Kernkapitalanteil nach Benchmark (in %)

Kernkapital gesamt nach adversem Szenario

Kernkapitalanteil nach nach adversem Szenario (in %)

Kernkapitalanteil nach nach adversem Szenario + Staatsschuldenschock (in %)

- Zusätzliche wertminderungsbedingte Verluste

- Zusätzliche staatsschuldenbedingte Verluste

Engagements im Handelsbuch